

La privatisation tient-elle ses promesses?
Le cas des pays en développement
Does Privatization Meet the Expectations?
Evidence From Developing Countries

Narjess Boubakri et Jean-Claude Cosset

Volume 74, numéro 3, septembre 1998

L'économie du développement

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/602267ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/602267ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (imprimé)

1710-3991 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Boubakri, N. & Cosset, J.-C. (1998). La privatisation tient-elle ses promesses? Le cas des pays en développement. *L'Actualité économique*, 74(3), 363–380.
<https://doi.org/10.7202/602267ar>

Résumé de l'article

La littérature sur la privatisation a récemment proliféré à la suite de l'essor considérable qu'a connu ce phénomène de par le monde. Cependant, la plupart des études ont porté sur l'expérience des pays industrialisés. Tout en passant brièvement en revue ces études, cet article met l'accent sur celles qui se sont intéressées aux pays en développement. Plus précisément, l'article décrit le phénomène de privatisation, les objectifs poursuivis par les gouvernements qui ont privatisé, les caractéristiques des programmes de privatisation et résume l'évidence empirique sur la performance financière et d'opération des entreprises nouvellement privatisées.

LA PRIVATISATION TIENT-ELLE SES PROMESSES? LE CAS DES PAYS EN DÉVELOPPEMENT*

Narjess BOUBAKRI

École des Hautes Études Commerciales

Jean-Claude COSSET

*Faculté des sciences de l'administration,
Université Laval*

RÉSUMÉ – La littérature sur la privatisation a récemment proliféré à la suite de l'essor considérable qu'a connu ce phénomène de par le monde. Cependant, la plupart des études ont porté sur l'expérience des pays industrialisés. Tout en passant brièvement en revue ces études, cet article met l'accent sur celles qui se sont intéressées aux pays en développement. Plus précisément, l'article décrit le phénomène de privatisation, les objectifs poursuivis par les gouvernements qui ont privatisé, les caractéristiques des programmes de privatisation et résume l'évidence empirique sur la performance financière et d'opération des entreprises nouvellement privatisées.

ABSTRACT – *Does Privatization Meet the Expectations? Evidence From Developing Countries.* Privatization has turned into a major phenomenon for the developed world as well as the developing world. However, few studies have examined the privatization phenomenon in developing countries. This paper surveys the literature on privatization with a particular emphasis on the developing world experience. It also describes the way privatization is implemented, the objectives followed by governments launching privatization programs as well as the observed patterns of these programs. Finally, the paper summarizes the empirical evidence on the financial and operating performance of newly privatized firms.

INTRODUCTION

Apparition du phénomène de privatisation

Les entreprises publiques (EP) ont été créées pour diverses raisons, mais essentiellement dans le but de réaliser des objectifs sociaux que le marché n'était pas en mesure d'atteindre comme, par exemple, garantir une certaine justice sociale en offrant des biens et services essentiels à un prix abordable, générer de

* Nous tenons à remercier vivement le Programme d'analyses et de recherches économiques appliquées au développement international (PARADI), désigné comme Centre d'excellence par l'Agence canadienne de développement international (ACDI), pour son soutien financier.

l'emploi, transférer de la technologie aux secteurs stratégiques et investir à grande échelle dans l'économie. Dans la grande majorité des pays, certaines EP ont été rentables, mais d'autres ont subi de lourdes pertes financières, grevé le budget de l'État et absorbé une part disproportionnée des crédits intérieurs qui auraient pu être mieux investis pour le développement de l'économie. Ainsi, à titre d'exemple, les pertes des EP en Argentine ont atteint 9 % du produit national brut (PNB) entre 1989 et 1991. Au Ghana, entre 1985 et 1989, les subventions et les transferts du gouvernement vers les 14 EP les plus importantes du pays ont atteint en moyenne 2 % du PNB. Les subventions du gouvernement aux EP étaient équivalentes à plus de 3 % du PNB au Mexique pour 1982, 4 % en Turquie pour 1990 et 9 % en Pologne pour 1989. Kikeri, Nellis et Shirley (1992) donnent aussi l'exemple de la Guinée dont les EP ont absorbé 90 % des crédits bancaires intérieurs, alors que leur part dans le PNB est seulement de 25 %.

Devant cette situation et dès le début des années soixante-dix, plusieurs pays ont adopté des programmes de restructuration du secteur public, mais sans changement de propriété. La Banque mondiale a fortement recommandé ces réformes à la plupart des pays emprunteurs. Parmi ces réformes, on peut citer l'élimination de l'accès automatique des EP au crédit, la promotion de la concurrence, l'amélioration de l'autonomie des EP et de leurs gestionnaires. Toutefois, les résultats se sont avérés peu satisfaisants, d'où l'engouement pour la privatisation observé dès le début des années quatre-vingt.

Selon Kikeri, Nellis et Shirley (1992), les facteurs suivants pourraient expliquer cette sous-performance des EP : les gouvernements ont donné aux EP un statut monopolistique dans des marchés compétitifs ou potentiellement compétitifs et leur ont fourni des subventions et des prêts garantis, tout en leur accordant des congés fiscaux. De plus, on demanda à ces EP de poursuivre des objectifs non commerciaux comme la création d'emplois et le développement régional.

Le phénomène de la privatisation et son ampleur

Les pays développés et en développement, y compris les pays en transition vers l'économie de marché, reconnaissent aujourd'hui que la privatisation est un élément majeur du développement économique. En outre, la privatisation fait désormais partie des programmes d'ajustement structurel parrainés par les organisations internationales comme la Banque mondiale ou le Fonds monétaire international.

Les premiers programmes de privatisation à grande échelle sont associés aux expériences du Royaume-Uni (1979, 1990), et du Chili (1974, 1985), considérées comme les deux cas de privatisation les plus remarquables. Dans une étude de la Banque mondiale, Candoy-Sekse et Ruig Palmer (1988) ont identifié 696 privatisations complétées entre 1980 et 1987, dont 456 dans 64 pays en développement (PED). La récente vague de privatisation, de 1988 à 1992, a vu le nombre de privatisations annuelles s'accroître rapidement de 62 en 1988 à près de 480 en 1992,

généralisant un revenu total de 185 milliards de dollars pour plus de 1 100 transactions. De plus, bien que la part des entreprises publiques dans le PNB soit constante (autour de 11 %) depuis 1978, il n'en demeure pas moins que l'engouement pour la privatisation n'a pas disparu (The World Bank, 1995). Pour les PED, les sommes recueillies ont grimpé de 2,6 milliards de dollars en 1988 (26 transactions) à 23,2 milliards en 1992 (416 transactions) (sans compter l'Allemagne de l'Est qui a privatisé pour 25 milliards entre 1990 et la mi-1992, soit 11 043 entreprises). Selon Kikeri, Nellis et Shirley (1992), depuis les années quatre-vingt, quelque 7 000 entreprises ont été privatisées de par le monde. Initialement, plusieurs des EP vendues étaient de petite taille ou de taille moyenne, mais depuis quelques années, on procède à la privatisation d'EP de plus en plus grandes.

Une *grande diversité géographique* (Afrique, Amérique latine, Asie, Europe, etc.) et une *vaste distribution sectorielle* (comme les utilités – eau, électricité – les transports et télécommunications, les institutions financières, la production chimique et manufacturière et les industries lourdes) caractérisent ce phénomène de privatisation.

Bien que le phénomène intéresse autant les pays développés que les pays en développement (PED), le contexte dans lequel les mesures de privatisation sont prises diffère pour ces deux catégories de pays. Dans les PED, des motivations plus négatives que positives ont conduit à la privatisation comme, par exemple, la réduction des déficits et des taux d'inflation. Par contre, dans les pays développés, comme la France et la Grande-Bretagne, on voit plutôt la privatisation comme un moyen de générer des revenus, de favoriser le capitalisme populaire et de s'assurer du vote de la classe moyenne. D'autre part, les PED se caractérisent en général par une certaine « étroitesse » de la classe moyenne et des marchés des capitaux. Par conséquent, le marché boursier n'est pas un véhicule majeur de privatisation. Finalement, à la différence des pays industrialisés, la privatisation et les réformes du secteur public dans les PED sont en général une des composantes des programmes d'ajustement structurel qui mettent en place, entre autres mesures, la libéralisation des prix intérieurs et leur alignement sur les prix mondiaux, la diminution des déficits gouvernementaux par la réduction des dépenses publiques et l'amélioration des recettes correspondantes par l'élargissement de l'assiette fiscale.

La popularité croissante du phénomène de privatisation dans les PED soulève les questions suivantes : l'expérience des pays industrialisés peut-elle être transposée aux PED? À quel point le niveau de développement du pays conditionne-t-il le succès des programmes de privatisation? Galal, Jones, Tandon et Vogelsang (1994) soutiennent que les pays développés et en développement ne sont pas nécessairement dans des positions identiques en ce qui concerne le contexte de la privatisation, à savoir, entre autres, le degré d'imperfection des marchés où existe la propriété privée, l'importance des inefficiences organisationnelles associées à la propriété publique, la taille du marché intérieur, le taux de croissance économique. Par exemple, la privatisation devrait être d'autant plus réussie que la croissance économique est rapide et que la taille de l'économie est grande.

L'étude réalisée par Kikeri, Nellis et Shirley (1992) conclut que dans les PED, sans un environnement légal favorable à une économie de marché et sans l'institution d'un pouvoir réglementaire, les gains de la privatisation seront probablement moins importants. Finalement, selon Vernon-Wortzel et Wortzel (1989), de nombreux PED, particulièrement ceux avec des revenus *per capita* relativement faibles, ne disposent pas des ressources conduisant à la réussite des programmes de privatisation, notamment des dirigeants compétents, des entrepreneurs et du capital. Étudier l'impact de la privatisation sur l'économie et sur la situation des entreprises nouvellement privatisées devrait permettre de déterminer si la privatisation a bien conduit à une amélioration de la performance des entreprises anciennement publiques, surtout si on tient compte d'autres déterminants du succès tels le niveau de développement du pays et les caractéristiques de la privatisation, par exemple, les ventes des EP sont-elles totales ou partielles? impliquent-elles ou non un transfert du contrôle de l'entreprise?, etc.

À la suite de l'essor qu'a connue la privatisation dans le monde, la littérature sur le sujet a récemment proliféré. Cependant, la plupart des études ont porté sur l'expérience des pays industrialisés, à quelques exceptions près. Tout en passant brièvement en revue ces études, nous mettrons l'accent sur celles qui ont intéressé les PED. Mais auparavant, dans la prochaine section, nous définirons la privatisation et ses méthodes. Ensuite, nous décrirons les objectifs poursuivis par les gouvernements qui privatisent et les caractéristiques des programmes de privatisation dans les PED. Suivront la revue de la littérature empirique sur la performance des entreprises nouvellement privatisées et les conclusions à tirer de cette expérience.

1. DÉFINITION ET MÉTHODES DE PRIVATISATION

La privatisation est le transfert total ou partiel d'activités relevant du secteur public au secteur privé (*The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, 1992 : 206).

Différentes méthodes de privatisation sont employées à travers le monde, en particulier :

- **l'offre publique d'actions** (OPA) totale ou partielle : elle peut consister en une *distribution primaire d'actions* (ou nouvelle émission) accompagnée d'une augmentation du capital avec une dilution des intérêts gouvernementaux. Elle peut aussi prendre la forme d'une *distribution secondaire d'actions*, soit la vente d'actions existantes détenues par le gouvernement, sans injection de capital dans l'entreprise;
- **la vente privée d'actions** à un acheteur (ou groupe d'acheteurs) *préidentifié* ou à une autre compagnie;
- **l'achat par les gestionnaires ou les employés de l'entreprise**;
- **la vente aux enchères des actifs** de l'entreprise publique;

- **la réorganisation** de l'entreprise au niveau de la gestion, de la production, mais sans transfert de propriété;
- **le bail ou le contrat de gestion.**

Les trois premières méthodes sont des privatisations de la propriété, alors que les deux dernières sont des privatisations de la gestion. La vente publique ou privée d'actions ainsi que la liquidation des actifs de l'entreprise ont été les méthodes les plus utilisées dans les PED. Les ventes privées représentent près de 58 % de la valeur des ventes totales dans les PED et 80 % du nombre total des transactions (Sader, 1994).

2. LES OBJECTIFS DE LA PRIVATISATION

Les objectifs que poursuivent les gouvernements en lançant des programmes de privatisation sont de créer une économie de marché, promouvoir la concurrence parfaite, créer un capitalisme populaire, dynamiser les marchés boursiers, réduire les déficits budgétaires en économisant les subventions aux EP et leur recours massif aux emprunts nationaux et internationaux, récupérer le produit des ventes des EP les plus profitables et surtout améliorer la performance de ces entreprises (Ramamurti, 1991).

2.1 *Efficience et rentabilité*

L'amélioration de l'efficience, définie comme l'utilisation optimale des inputs dans la production de l'output, est l'argument le plus souvent avancé par les gouvernements *privatiseurs*. On la mesure en général par des ratios financiers traduisant les différentes opérations de l'entreprise. Les ratios les plus souvent utilisés sont : le taux de rendement sur les ventes (ROS), sur l'actif total (ROA) et sur les fonds propres (ROE) pour la rentabilité, le revenu net (ou les ventes) par employé pour l'efficience d'opération et les dépenses en capital rapportées aux ventes pour l'investissement.

La privatisation devrait amener des changements dans les objectifs que poursuit une EP. Ainsi, à la suite de la privatisation, l'attention des dirigeants se tourne vers la recherche de l'efficience et de la rentabilité plutôt que vers la satisfaction d'objectifs *sociopolitiques* tel que l'accroissement de la production et de l'emploi (Boycko, Shleifer et Vishny, 1996). Dans la même veine, Yarrow (1986) considère que l'amélioration de l'efficience passe par une motivation plus grande des gestionnaires, maintenant placés sous le contrôle des actionnaires privés. Les nouveaux objectifs poursuivis consistent donc à maximiser la rentabilité et l'efficience opérationnelle des entreprises nouvellement privatisées (ENP).

2.2 *Concurrence parfaite*

La plupart des EP sont rarement soumises à une concurrence intérieure ou extérieure. Beaucoup d'entre elles bénéficient d'une protection statutaire de leur

situation de monopole ou d'autres instruments artificiels faisant obstacle à la concurrence. Les concurrents privés potentiels d'une EP font face à une concurrence déloyale puisque celle-ci bénéficie de garanties gouvernementales qui la protègent de tout risque de faillite. La privatisation supprime toute mesure qui pourrait être perçue comme un privilège pour l'EP, en supprimant l'intervention gouvernementale et les subventions dont bénéficie l'EP, éliminant ce faisant les barrières à l'entrée. La concurrence devient alors possible et va agir pour discipliner l'entreprise et ses gestionnaires qui vont désormais oeuvrer pour assurer la rentabilité de l'entreprise. Ainsi, c'est en contribuant à accroître et à développer la concurrence que la privatisation réalise ses bienfaits. D'ailleurs, plusieurs pays, dont la Grande-Bretagne, le Chili et l'Argentine, ont subdivisé leurs secteurs d'utilité de distribution de l'eau ou de l'électricité en plusieurs unités indépendantes avant de les vendre, créant ainsi une concurrence entre ces unités.

2.3 Réduction des déficits budgétaires

La privatisation est souvent associée à l'amélioration de la performance des ENP. Cependant, un autre objectif vient souvent se greffer à la privatisation, soit la réduction des déficits. La plupart des gouvernements qui mettent en place des programmes de privatisation reconnaissent qu'ils visent aussi à réduire leurs dettes, soit en utilisant les recettes rapportées par les ventes des EP, soit en leur prélevant des impôts supplémentaires maintenant qu'elles font des profits. Les recettes des ventes des entreprises peuvent certes contribuer à réduire le déficit gouvernemental, mais la diminution des transferts gouvernementaux vers les EP peut être tout aussi importante. Au Mexique, par exemple, à la fin de 1988, ces transferts ont diminué de moitié, tandis que les impôts prélevés sur les ENP ont augmenté fortement (Galal, Jones, Tandon et Vogelsang, 1994).

2.4 Création d'un capitalisme populaire

La privatisation est aussi vue comme un moyen de redistribuer la richesse dans l'économie et de permettre aux couches sociales les moins favorisées d'acquérir des parts dans les ENP (Vickers et Yarrow, 1991). Non seulement le programme de privatisation s'assurerait du soutien de ceux qui y font souvent obstacle, à savoir les travailleurs et leurs syndicats, mais en outre la distribution de la propriété permettrait de mobiliser l'épargne nationale. Cependant, comme le notent Kikeri, Nellis et Shirley (1992), la propriété tend à se concentrer dans le temps. Ainsi, par exemple, lors de l'émission de la *Malaysian International Shipping Corp.* (MISC) en Malaisie, il y avait près de 60 000 actionnaires; leur nombre a chuté à près de 5 000 à la suite de transactions secondaires.

2.5 Dynamisation des marchés boursiers

Perotti et van Oijen (1995) ont étudié l'impact de la privatisation sur le marché boursier et concluent que dans les pays qui ont privatisé de façon intensive par

offre publique d'achat (par exemple, Chili, Malaisie), la capitalisation et la liquidité des marchés boursiers se sont fortement accrues. Les exemples du Nigeria et de la Jamaïque confirment une telle évidence empirique.

3. CARACTÉRISTIQUES DES PROGRAMMES DE PRIVATISATION DANS LES PAYS EN VOIE DE DÉVELOPPEMENT

Depuis les années quatre-vingt, la privatisation est devenue une partie intégrante des politiques gouvernementales dans les PED. Selon les buts spécifiques que le gouvernement se donne, le processus de privatisation a pris différentes formes, variant d'un pays à un autre. L'expérience de chaque pays est certes unique, mais on observe tout de même certains points communs tels que les méthodes de privatisation et la prédominance des privatisations partielles, graduelles et par étapes. D'autres particularités des programmes de privatisation dans les PED sont la contrainte de l'équilibre ethnique et les conditions des marchés (étroitesse et volatilité). Tous ces facteurs façonnent le processus de privatisation et lui donnent une allure particulière. Ce qui suit est un survol des tendances observées dans les programmes de privatisation mis en œuvre dans certains PED¹.

3.1 *Privatisations partielles*

En premier lieu, on peut noter une prédominance des privatisations partielles. En fait, peu de pays comme, par exemple, le Chili et le Mexique ont mis en œuvre un programme de privatisations totales à grande échelle. Une autre caractéristique dominante des privatisations, qu'elles soient partielles ou totales, est la vente graduelle, par étapes, des intérêts détenus par le gouvernement. Perotti et Guney (1993) avancent deux hypothèses pour expliquer de telles ventes graduelles : 1) une capacité d'absorption limitée du marché local et 2) une stratégie du gouvernement visant à se bâtir une réputation, stratégie selon laquelle le gouvernement signale son engagement à subir tout risque résiduel en gardant une part minoritaire dans l'entreprise. La deuxième explication semble cependant la plus convaincante. Perotti (1995) a récemment construit un modèle qui établit que la privatisation devrait être graduelle (tout en assurant un transfert immédiat du contrôle) afin de maximiser la confiance des investisseurs dans les politiques gouvernementales. Jones, Megginson, Nash et Netter (1998) avancent aussi que la privatisation devrait être graduelle si la valeur initiale de l'entreprise, déterminée sur la base de sa performance passée, est inférieure à sa valeur intrinsèque.

¹ Les lecteurs peuvent se référer à Candoy-Sekse et Ruig Palmer (1988), Kikeri, Nellis et Shirley (1992), Nankani (1988), Perotti et Guney (1993), Sader (1993) et Vuylsteke (1988) pour une description détaillée des programmes de privatisation dans les PED.

3.2 Méthodes de privatisation

En ce qui concerne les méthodes de privatisation, elles sont largement dominées par les objectifs du gouvernement et les besoins spécifiques du pays. Elles sont ainsi très variées. Certains pays comme le Chili, la Corée du Sud et Singapour ont eu recours à des offres publiques, c'est-à-dire la vente d'actions au public, afin de diffuser la propriété, alors que d'autres ont préféré vendre à des groupes particuliers. Ce fut le cas lorsque les offres publiques d'achat furent combinées à des ventes privées à des groupes d'investisseurs (particulièrement en Amérique latine et en Turquie), ou à des groupes ethniques, comme les Bumiputras en Malaisie. Dans les pays à faible revenu (comme, par exemple, le Sri Lanka ou l'Afrique subsaharienne) où les marchés de capitaux et le secteur privé intérieurs sont étroits, certains gouvernements ont choisi d'améliorer l'efficacité de leurs EP sans en transférer la propriété, notamment par des contrats de gestion, d'achats-locations et de sous-traitances.

3.3 Quelles entreprises devrait-on privatiser?

Selon Galal, Jones, Tandon et Vogelsang (1994), les entreprises concurrentielles qui sont petites par rapport aux marchés des facteurs et des produits devraient être parmi les premières à être vendues. En effet, leur petitesse sur le marché local, accentuée par la présence d'importations, supprime le danger qu'elles exploitent un éventuel pouvoir de marché ou que des problèmes de réglementation *postprivatisation* surgissent. En raison de leur petite taille aussi, ces entreprises peuvent réaliser des changements rapides dans leur performance. La plupart des pays ont appliqué une telle politique. Ils ont prioritairement vendu des entreprises de petite taille ou de taille moyenne existant dans des secteurs concurrentiels. De telles ventes sont simples et rapides et ne nécessitent pas une restructuration préalable des entreprises puisqu'elles sont en général rentables. Cependant, pour d'autres pays, notamment le Chili et les pays du Sud-Est asiatique, ceci n'a pas été le cas. En Malaisie, par exemple, ainsi qu'à Singapour et en Thaïlande, les utilités, les ports et les compagnies d'aviation ont été les premières à être mises sur le marché. Dans la plupart des autres pays, les utilités et les autres services publics ont été classés dans la catégorie « stratégique ». Dans ce cas, elles furent, soit exclues des programmes de privatisation, comme en Tunisie, soit on autorisa des investisseurs privés à y acheter des parts minoritaires sans que le gouvernement ne perde le contrôle, comme au Brésil. Dans peu de cas, notamment en Turquie, le gouvernement a vendu des intérêts minoritaires qu'il détenait dans des entreprises. La vente de participations minoritaires est un moyen de recueillir des fonds tout en se retirant graduellement de l'entreprise.

3.4 Niveau de développement des marchés de capitaux

Le niveau de développement dans un pays affecte aussi la façon dont les gouvernements ont privatisé. Par exemple, si le marché boursier est étroit, l'offre traditionnelle d'actions au public est impossible. Dans ce cas, ce sont les ventes

privées d'actions à des groupes d'investisseurs locaux ou étrangers qui constituent la méthode prédominante de privatisation (Berg et Shirley, 1987). La privatisation peut aider à développer les marchés de capitaux et y a effectivement contribué dans plusieurs pays. Par contre, dans les pays où le marché n'est pas en mesure d'absorber les grandes émissions d'actions accompagnant certaines privatisations, celles-ci vont être reportées dans le temps et vont surtout avoir pour effet d'évincer les nouvelles émissions d'actions du secteur privé. L'expérience de privatisation montre que dans les PED où les marchés de capitaux sont peu développés et le cadre réglementaire absent, les ventes par le biais du marché boursier ne sont pas des options viables (Kikeri, Nellis et Shirley, 1992). De plus, la volatilité de ces marchés (Corée du Sud en 1990) peut nuire aux programmes de privatisation.

3.5 Structures de propriété

Les structures de propriété sont une composante centrale des programmes de privatisation dans les PED. La concentration actuelle du capital privé intérieur et l'expertise entrepreneuriale peuvent ne pas correspondre à l'objectif du gouvernement de contrôler certains groupes socioéconomiques. Ceux-ci incluent des groupes ethniques (les Malaysiens d'origine chinoise, les Africains d'origine indienne), des groupes géographiques (les élites urbaines) et des dynasties économiques. Certains gouvernements ont donc refusé à certains groupes ethniques le droit de participer à la privatisation alors qu'ils en favorisaient d'autres. Pour des raisons politiques et sociales, quelques pays comme le Mexique et les Philippines ont restreint les investisseurs étrangers à une participation minoritaire. Les restrictions sur la propriété étrangère privent les pays d'une source importante de capitaux, nouveaux marchés, expertise et technologie. C'est pour cette raison que certains pays, comme l'Inde et le Mexique, ont choisi de diminuer ces restrictions, alors que d'autres, comme la Jamaïque et le Nigeria, ont choisi de les maintenir uniquement pour des secteurs industriels bien spécifiques. La participation étrangère a généralement été permise dans la privatisation des EP dont la taille est grande par rapport à celle du marché local des capitaux (Galal, Jones, Tandon et Vogelsang, 1994).

Un autre groupe social qui a participé à l'émission de capital-actions de la plupart des ENP est celui des travailleurs qui ont bénéficié des programmes de participation des employés à la propriété (*Employee Share Ownership Plans*), notamment au Chili, au Mexique, au Portugal, en Corée du Sud et à Taïwan. Plusieurs gouvernements réservent un bloc d'actions, généralement entre 5 et 20 %, pour les employés de l'EP à des prix réduits et à des conditions de crédit avantageuses de manière à favoriser leur approbation des politiques de privatisation et à les inciter à accroître leur productivité.

3.6 Valeur des actions des entreprises nouvellement privatisées

Finalement, on observe une grande sous-évaluation dans les émissions des ENP qui, selon Perotti et Guney (1993), est en moyenne plus importante que celle

observée pour les offres publiques d'achat initiales des firmes privées. À la suite d'une analyse exhaustive de la sous-évaluation des émissions liées à la privatisation, Jones, Megginson, Nash et Netter (1998) et Dewenter et Malatesta (1997) n'ont cependant pas pu conclure que ces émissions étaient plus sous-évaluées que les émissions traditionnelles.

4. L'EXPÉRIENCE DES PAYS EN VOIE DE DÉVELOPPEMENT : REVUE DE LA LITTÉRATURE

Les études portant sur les performances des secteurs public et privé montrent que le secteur privé est plus efficient que le secteur public (Boardman et Vining, 1989). Cependant, ces résultats ne sont pas définitifs dans la mesure où ils dépendent des critères de comparaison ainsi que d'autres facteurs comme la structure du marché et la taille des entreprises (Yarrow, 1986; Vickers et Yarrow, 1991). Ainsi, dans leur revue de la littérature, Vickers et Yarrow (1991) concluent que dans un environnement concurrentiel, les entreprises privées sont plus efficaces que les entreprises publiques. Selon ces auteurs, la concurrence peut être un facteur plus important encore que la structure de propriété dans la détermination de la performance. *A contrario*, dans des industries monopolistiques, comme la distribution de l'eau et de l'électricité, les résultats des études empiriques ne sont pas concluants.

Comme il a été dit, peu de recherches empiriques se sont intéressées à l'étude de la privatisation dans le contexte des PED. La plupart des études ont porté sur la privatisation dans les pays développés (Royaume-Uni, Japon, États-Unis, France, etc.), à l'exception des études de Galal, Jones, Tandon et Vogelsang (1994) et de Megginson, Nash et van Randenborgh, (1994)². Ces derniers ont réalisé une étude de grande envergure sur un échantillon de 18 pays (12 pays industrialisés et six PED). Ils y ont fait une analyse comparative de la performance financière et d'opération de 61 entreprises appartenant à 32 industries, sur une période allant de 1961 à 1990. Les auteurs trouvent qu'à la suite de la privatisation, les entreprises de leur échantillon deviennent plus rentables, augmentent leur production, leurs dépenses d'investissement et leur efficacité d'opération. De plus, ces entreprises diminuent sensiblement leur niveau d'endettement et augmentent leurs paiements de dividendes. Le résultat le plus surprenant est sans doute que le niveau d'emploi ait augmenté (en moyenne et en médiane) après la privatisation. Les résultats restent inchangés pour les sous-échantillons d'entreprises totalement ou partiellement privatisées, d'entreprises compétitives ou réglementées et d'entreprises des pays développés ou des PED. Par ailleurs, ils observent des changements importants dans la taille et la composition du conseil d'administration des ENP.

2 Nous limitons notre revue de la littérature à ces deux études importantes car, à la différence des autres analyses, elles ne se limitent pas à l'expérience d'un seul pays. Parmi les études empiriques les plus récentes sur les expériences de privatisation dans des PED pris individuellement, nous pouvons retenir celles de Bergeron (1991) sur le Togo, de Hassan (1994) et Lorch (1991) sur le Bangladesh, de Leeds (1991) et Shumacher et Hutchinson (1991) sur la Jamaïque, et de Ott (1991) sur l'Égypte. Une revue de la littérature avec une discussion éventuelle de la performance relative des entreprises publiques et privées, de pays en général développés, est donnée dans Yarrow (1986), Boardman et Vining (1989), Vickers et Yarrow (1991) et Megginson, Nash et van Randenborgh (1994).

Aussi impressionnante qu'elle soit, l'étude de Megginson, Nash et van Randenborgh (1994) inclut un nombre limité d'entreprises provenant de PED. Le nombre d'entreprises provenant des PED varie de trois à 12 en fonction de la mesure de performance considérée. Par conséquent, la taille de leur échantillon est trop limitée pour permettre de généraliser leurs résultats à l'ensemble des PED.

Galal, Jones, Tandon et Vogelsang (1994) évaluent les gains et pertes de bien-être pour 12 ENP opérant dans quatre pays dont trois en développement (Mexique, Malaisie et Chili) et un développé (Grande-Bretagne). Les auteurs trouvent un gain en bien-être dans 11 cas sur 12. Ces gains sont dus en grande partie à une amélioration de la productivité, une augmentation des investissements et une révision de la politique des prix. La productivité augmente dans neuf cas sur 12 et reste inchangée dans les trois cas restants. Par ailleurs, leur analyse de l'allocation des coûts et bénéfices de l'ajustement pour différents groupes d'agents économiques révèle que les travailleurs n'ont jamais été perdants. Les auteurs isolent l'effet d'autres facteurs pouvant affecter la privatisation, tels que les variations dans la structure de marché et dans les conditions macroéconomiques, en construisant des *contre-factuels*, ceux-ci consistant à comparer la firme privatisée à elle-même, mais sous sa forme non privatisée. Les enseignements tirés de ces *contre-factuels* n'affectent pas les résultats de l'étude. Néanmoins, et tel que le reconnaissent Galal, Jones, Tandon et Vogelsang (1994), la taille de leur échantillon rend difficile toute généralisation. De plus, leur échantillon inclut trois PED avec des niveaux de développement similaires et des marchés boursiers de taille comparable³. Enfin, leur échantillon comprend seulement trois entreprises dans des marchés relativement concurrentiels et aucune entreprise produisant des biens échangeables.

Plus récemment, Boubakri et Cosset (1998) ont évalué les résultats de la privatisation pour un échantillon de 79 ENP dans 21 PED. Selon la classification de la Banque mondiale, leur échantillon couvre trois catégories de pays : des pays à revenu inférieur (Bangladesh, Inde, Pakistan), des pays à revenu moyen inférieur (Chili, Jamaïque, Nigeria, Philippines, Thaïlande, Tunisie, Turquie) et des pays à revenu moyen supérieur (Argentine, Brésil, Corée du Sud, Grèce, Malaisie, Mexique, Portugal, Singapour, Thaïlande, Trinidad et Tobago, Venezuela).

Boubakri et Cosset ont repris la méthodologie et les mesures de performance de Megginson, Nash et van Randenborgh (1994) de façon à pouvoir comparer les résultats de la privatisation dans des pays développés et en développement. Les auteurs ont aussi tenu compte des effets des changements macroéconomiques sur la performance des entreprises puisque la privatisation dans les PED, tel qu'il a été souligné, fait souvent partie d'un ensemble de mesures de restructuration

3 Plus particulièrement, la Malaisie et le Mexique ont un PNB *per capita* d'environ 2 000 \$ en 1985, tandis que le Chili et le Mexique ont des ratios similaires de capitalisation boursière par PNB ou de volume de transactions par PNB, pour l'année 1985.

appliquées dans le cadre de programmes d'ajustement structurel. Boubakri et Cosset se sont plus particulièrement intéressés à la rentabilité, l'efficacité, aux niveaux de la production, de l'investissement et de l'emploi, ainsi qu'aux politiques de dividendes et d'endettement. Le tableau 1 présente les indicateurs de performance utilisés dans cette étude et fournit une justification des hypothèses que Boubakri et Cosset (1998) soumettent à une vérification empirique.

TABLEAU 1
HYPOTHÈSES À TESTER ET INDICATEURS DE PERFORMANCE

<p>Rentabilité</p> <p>Rendement sur les ventes = Revenu net / Ventes</p> <p>Rendement sur l'actif = Revenu net / Actif total</p> <p>Rendement sur l'avoir des actionnaires = Revenu net / Avoir des actionnaires</p>	<p>La rentabilité des entreprises nouvellement privatisées devrait augmenter pour les raisons suivantes. D'abord, les nouveaux actionnaires cherchent à maximiser leurs profits, donc les gestionnaires vont se donner cet objectif (Yarrow, 1986). Ensuite, la privatisation transfère des droits de contrôle et des droits aux bénéfices aux gestionnaires qui vont alors s'intéresser aux profits et à l'efficacité plutôt que de se conformer aux directives du gouvernement qui cherche à maximiser l'emploi et la production (Boycko, Shleifer et Vishny, 1996).</p>
<p>Efficacité d'opération</p> <p>Efficacité des ventes = Ventes réelles / Nombre d'employés</p> <p>Efficacité de revenu = Revenu net / Nombre d'employés</p>	<p>À la suite de la privatisation, les entreprises sont amenées à utiliser de manière efficace leurs ressources technologiques, humaines et financières, étant donné leur nouvel objectif de maximisation du profit et la réduction et/ou l'élimination des subventions gouvernementales dont elles bénéficiaient (Kikeri, Nellis et Shirley, 1992; Boycko, Shleifer et Vishny, 1996).</p>
<p>Dépenses d'investissement</p> <p>Dépenses d'investissement / Ventes</p> <p>Dépenses d'investissement / Actif total</p>	<p>En cédant leurs entreprises au secteur privé, les gouvernements s'attendent à ce qu'elles augmentent leurs dépenses d'investissement pour être plus efficaces et plus compétitives. De plus, les ENP ont accès à de nouvelles sources de financement et vont être incitées à investir pour croître (Megginson, Nash et van Randenborgh, 1994).</p>

TABLEAU 1 (suite)

Production Ventes réelles = Ventes nominales / Indice de prix à la consommation	<p>À la suite de la privatisation, la production devrait augmenter en réponse à une concurrence accrue, des nouvelles motivations des gestionnaires et des nouvelles sources de financement (Megginson, Nash et van Randenborgh, 1994). Cependant, le modèle théorique de Boycko, Shleifer et Vishny (1996) prédit une diminution dans le niveau de production, puisque le gouvernement va éliminer ses subventions à l'entreprise qui lui permettaient de maintenir des niveaux de production trop élevés pour être efficaces.</p>
Emploi Nombre d'employés	<p>Le niveau d'emploi devrait diminuer à la suite de la privatisation, puisque les EP ont tendance à employer beaucoup trop de travailleurs et que les actionnaires privés vont exiger des licenciements, d'autant plus que ces entreprises ne bénéficient plus de subventions gouvernementales. Cependant, Kikeri, Nellis et Shirley (1992) prédisent que le secteur privé peut absorber ce surplus de travailleurs pour les besoins de croissance de l'entreprise.</p>
Levier Dette totale / Actif total Dette à long terme / Avoir des actionnaires	<p>La privatisation devrait entraîner une diminution du niveau d'endettement, puisque le gouvernement ne garantit plus les emprunts des entreprises, ce qui a pour effet d'augmenter leur coût d'emprunt. De plus, de nouvelles sources de financement s'offrent à ces entreprises (Megginson, Nash et van Randenborgh, 1994).</p>
Politique de dividendes Dividendes distribués / Ventes Dividendes distribués / Revenu net	<p>À la suite de la privatisation, les dividendes distribués aux actionnaires vont augmenter en réponse à la structure de propriété atomisée (Megginson, Nash et van Randenborgh, 1994).</p>

Les auteurs trouvent que le niveau de développement est un critère important dans le succès de la privatisation, particulièrement en ce qui a trait à l'efficacité et à la rentabilité. Ainsi, pour les pays à revenu moyen élevé, l'amélioration dans la performance est plus importante que pour les pays à revenu inférieur et à revenu moyen inférieur. De même, on observe des augmentations significatives des niveaux de production et d'emploi, du taux de distribution en dividendes, des dépenses d'investissement et des diminutions significatives du levier financier des ENP si le revenu moyen augmente. Les résultats pour l'échantillon total des 79 ENP sont présentés au tableau 2. Il est intéressant de noter qu'une fois ajustées pour les effets macroéconomiques, ces améliorations deviennent moins significatives, à l'exception du niveau d'emploi.

Les résultats montrent aussi l'importance de la structure de marché dans laquelle œuvrent les entreprises. Plus particulièrement, les entreprises existant dans des activités concurrentielles semblent être plus efficaces que celles fonctionnant dans un contexte non concurrentiel. En outre, les auteurs trouvent que les entreprises qui permettent aux employés de devenir actionnaires réalisent de plus grandes améliorations que celles où de tels plans de participation n'existent pas. Ce résultat contredit l'argument de Boycko, Shleifer et Vishny (1996) selon lequel les travailleurs sont des actionnaires et des *monitors* de piètre qualité. Finalement, les améliorations de la performance sont bien plus significatives quand le gouvernement abandonne le contrôle sur l'entreprise plutôt que les intérêts minoritaires qu'il y posséderait. Ceci renforce l'argument de Boycko, Shleifer et Vishny (1996) selon lequel le gouvernement doit délaisser le contrôle pour faciliter la restructuration. Par ailleurs, et comme dans le cas des pays développés (Megginson, Nash et van Randenborgh, 1994), l'analyse des auteurs suggère que la composition du conseil d'administration a subi des changements majeurs à la suite de la privatisation et que l'amélioration dans la performance est d'autant plus grande que ces changements sont importants.

CONCLUSION

Les résultats de Galal, Jones, Tandon et Vogelsang (1994), Megginson, Nash et van Randenborgh (1994) et Boubakri et Cosset (1998) suggèrent que la privatisation a tenu ses promesses. Plus particulièrement, les entreprises nouvellement privatisées augmentent leur rentabilité et leur efficacité sans pour autant sacrifier l'emploi. Ces promesses semblent surtout avoir été tenues dans les PED à revenu moyen élevé.

Une voie de recherche consisterait à évaluer la performance boursière des entreprises nouvellement privatisées. Une telle étude permettrait aussi de déterminer s'il existe une relation entre les performances comptable et boursière des entreprises nouvellement privatisées. D'autre part, la littérature sur l'efficacité des marchés financiers a récemment mis en évidence une performance boursière négative à long terme des émissions initiales de capital-actions par les entreprises. Il serait intéressant de voir dans quelle mesure cette anomalie serait vérifiée pour des émissions initiales d'entreprises nouvellement privatisées, étant donné les spécificités de ces dernières.

TABLEAU 2

RÉSULTATS POUR L'ÉCHANTILLON TOTAL DES ENTREPRISES NOUVELLEMENT PRIVATISÉES

Ce tableau présente les résultats empiriques pour la totalité de l'échantillon d'entreprises privatisées (79). Pour chaque mesure de performance, il donne la moyenne et la médiane des trois années précédant la privatisation et des trois années qui la suivent, le nombre d'observations et les changements dans les moyennes et les médianes. Il présente aussi les valeurs de la statistique Z de Wilcoxon pour la différence dans les médianes et la proportion p des entreprises qui ont évolué tel qu'anticipé, avec un test de *significativité* de cette proportion.

Variable	Moyenne avant (médiane)	Moyenne après (médiane)	N	Changement moyen (médiane)	Statistique Z pour la différence de médiane (après-avant)	Proportion des entreprises de signe attendu en %	Statistique Z pour la proportion du changement
Rentabilité							
Taux de rendement sur les ventes	0,0493 (0,0460)	0,1098 (0,0799)	78	0,0605 (0,0181)	3,155*	62,82	2,289**
Taux de rendement sur l'actif	0,0513 (0,0241)	0,0666 (0,0550)	79	0,0152 (0,0029)	1,427***	54,43	0,791
Taux de rendement sur l'avoir des actionnaires	0,1635 (0,1283)	0,1805 (0,1348)	77	0,0170 (0,0129)	0,630	51,94	0,341
Efficience							
Ventes réelles par employé	0,9224 (0,9056)	1,1703 (1,1265)	56	0,2479 (0,2414)	4,788*	80,35	4,598*
Bénéfice net par employé	0,8055 (0,6700)	1,4362 (1,2911)	56	0,6306 (0,4365)	3,189*	69,64	2,975*

TABLEAU 2 (suite)

Dépenses d'investissement							
Dépenses d'investissement/ Ventes	0,1052 (0,0649)	0,2375 (0,1043)	48	0,1322 (0,0137)	2,277**	62,50	1,736**
Dépenses d'investissement/ Actif total	0,0609 (0,0470)	0,0864 (0,0705)	48	0,0254 (0,0143)	2,308**	60,41	1,445***
Production							
Ventes réelles	0,9691 (0,9165)	1,2220 (1,1225)	78	0,2530 (0,1892)	5,192*	75,64	4,578*
Emploi							
Nombre d'employés	10 672 (3 388)	10 811 (3 745)	57	139 (104)	1,481***	57,89	1,195
Levier							
Dette totale/Actif total	0,5495 (0,5575)	0,4986 (0,4789)	65	-0,0508 (-0,0162)	-2,483**	63,07	2,108**
Dette à long terme/ Avoir des actionnaires	1,1565 (0,4167)	0,7149 (0,3199)	62	-0,4415 (-0,0574)	-2,155**	64,51	2,303**
Dividendes							
Dividendes/Ventes	0,0284 (0,0089)	0,0528 (0,0305)	67	0,0244 (0,0130)	4,366*	76,11	4,280*
Dividendes/Bénéfice net	0,3423 (0,1798)	0,4873 (0,4314)	67	0,1449 (0,1114)	2,995*	85,07	5,749*

NOTES : * significatif dans un intervalle de confiance de 1 %; ** dans un intervalle de confiance de 5 %; *** dans un intervalle de confiance de 10 %

SOURCE : Boubakri, N. et J.C. Cosset (1998), « The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries », *Journal of Finance*, 53(3) : juin, 1 083-1 112.

BIBLIOGRAPHIE

- BERG, E., et M. SHIRLEY (1987), *Divestiture in Developing Countries*, Discussion Paper no 11, The World Bank, Washington, D.C.
- BERGERON, I. (1991), « Privatization Through Leasing: The Togo Steel Case », dans *Privatization and Control of State-Owned Enterprises*, sous la direction de R. RAMAMURTI, et R. VERNON, EDI Development Studies, The World Bank, Washington, D.C. : 153-175.
- BOARDMAN, A., et A.R. VINING (1989), « Ownership and Performance in Competitive Environments: A Comparison of the Performance of Private, Mixed and State-Owned Enterprises », *Journal of Law and Economics*, 32 : 1-33.
- BOUBAKRI, N., et J.C. COSSET (1998), « The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries », *Journal of Finance*, 53(3) : juin, 1 083-1 112.
- BOYCKO, M., A. SHLEIFER, et R.W. VISHNY (1996), « A Theory of Privatization », *The Economic Journal*, 106 : 309-319.
- CANDOY-SEKSE, R., et A. RUIG PALMER (1988), *Techniques of Privatization of State-Owned Enterprises, Volume III: Inventory of Country Experience and Reference Materials*, The World Bank, Washington, D.C.
- DEWENTER, K.L., et P.H. MALATESTA (1997), « Public Offerings of State-Owned and Privately Owned Enterprises: An International Comparison », *Journal of Finance*, 52 : 1 659-1 679.
- GALAL, A., L. JONES, P. TANDON, et I. VOGELSANG (1994), *Welfare Consequences of Selling Public Enterprises*, The World Bank, Washington, D.C.
- HASSAN, M.K. (1994), *The Privatization of Commercial Banks in Bangladesh*, présenté à la réunion annuelle 1995 de la Financial Management Association, New York, octobre : 19-21.
- JONES, S.L., W.L. MEGGINSON, R.C. NASH, et J.M. NETTER (1998), « Share Issue Privatizations as Financial Means to Political and Economic Ends », *Journal of Financial Economics*, à paraître.
- KIKERI, S., J. NELLIS, et M. SHIRLEY (1992), *Privatization: The Lessons of Experience*, The World Bank, Washington, D.C.
- LEEDS, R. (1991), « Privatization Through Public Offerings: Lessons from Two Jamaican Cases », dans *Privatization and Control of State-Owned Enterprises*, sous la direction de R. RAMAMURTI, et R. VERNON, The World Bank, Washington, D.C. : 86-125.
- LORCH, K. (1991), « Privatization Through Private Sale: The Bangladesh Textile Industry », dans *Privatization and Control of State-Owned Enterprises*, sous la direction de R. RAMAMURTI, et R. VERNON, The World Bank, Washington, D.C. : 126-152.
- MEGGINSON, W.L., R.C. NASH, et M. VAN RANDENBORGH (1994), « The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis », *Journal of Finance*, 49 : 403-452.

- NANKANI, H. (1988), *Techniques of Privatization of State-Owned Enterprises, Volume II: Selected Country Case Studies*, The World Bank, Washington, D.C.
- OTT, A.F. (1991), « Privatization in Egypt: Reassessing the Role and Size of Public Sector », dans *Privatization and Economic Efficiency*, sous la direction de A.F. OTT, et K. HARTLEY, Edward Elgar : 87-107.
- PEROTTI, E. (1995), « Credible Privatization », *American Economic Review*, 85, septembre : 847-859.
- PEROTTI, E.C., et S.E. GUNAY (1993), « The Structure of Privatization Plans », *Financial Management*, 22(1) : 84-98.
- PEROTTI, E., et P. VAN OIJEN (1995), *Privatization and Stock Market Development in Emerging Capital Markets*, Document de travail, Université d'Amsterdam.
- RAMAMURTI, R. (1991), « The Search for Remedies », dans *Privatization and Control of State-Owned Enterprises*, sous la direction de R. RAMAMURTI, et R. VERNON, EDI Development Studies, The World Bank, Washington, D.C.
- SADER, F. (1993), *Privatization and Foreign Investment in the Developing World, 1988-1992*, Policy Research Working Paper 1202, The World Bank, Washington, D.C.
- SADER, F. (1994), *Privatization Techniques and Foreign Investment in the Developing World, 1988-1993*, The World Bank, Washington, D.C.
- SCHUMACHER, U., et G. HUTCHINSON (1991), « Privatization in Developing Economies: The Case of Jamaica », dans *Privatization and Economic Efficiency*, sous la direction de A.F. OTT, et K. HARTLEY, Edward Elgar : 87-107.
- The New Palgrave Dictionary Of Money And Finance* (1992) : 206.
- THE WORLD BANK (1995), *Bureaucrats in Business*, Oxford University Press, New York.
- VERNON-WORTZEL, H., et L.H. WORTZEL (1989), « Privatization: Not the Only Answer », *World Development*, 17 : 633-641.
- VICKERS, J., et G. YARROW (1991), « Economic Perspectives on Privatization », *Journal of Economic Perspectives*, 5, printemps : 111-132.
- VUYLSTEKE, C. (1988), *Techniques of Privatization of State-Owned Enterprises, Volume I: Methods and Implementation*, The World Bank, Washington, D.C.
- YARROW, G. (1986), « Privatization in Theory and Practice », *Economic Policy*, 2, avril : 324-364.